



**מדינת ישראל**  
**משרד האוצר**  
**לשכת המנהל הכללי**

ירושלים  
20 בדצמבר 2011

**סיכום דיון 19 הוועדה להגברת התחרותיות במשק מתאריך 20.12.2011**

השתתפו :

מר חיים שני-יו"ר הוועדה

פרופ' יוג'ין קנדל-ראש המועצה הלאומית לכלכלה

פרופ' עודד שריג-הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון

פרופ' דיוד גילה-הממונה על הגבלים עסקיים

פרופ' שמוליק האוזר- יו"ר רשות ניירות ערך

מר גל הרשקוביץ'- הממונה על התקציבים

עו"ד אבי ליכט-המשנה ליועץ המשפטי לממשלה

ד"ר קרנית פלוג-המשנה לנגיד בנק ישראל

מר דודו זקן- המפקח על הבנקים

מר מוטי ימין-יועץ ליו"ר רשות ניירות ערך

מר יואב אורון-עוזר ליו"ר הוועדה

מר ליאור תבורי-עוזר ליו"ר הוועדה

דובר/ת

שמחים לפתוח דיון נוסף של הוועדה. בהמשך לדיון שלנו משבוע שעבר נציג היום בפירוט שתי הצעות לאסטרטגיה שהוועדה תאמץ לטיפול בכשלים שזיהינו, ... יתחיל עם הצגת המלצתו ולאחר מכן ... ו... יציגו את המלצותיהם. בנוסף צוות ריאלי פיננסי יעדכן אותנו לגבי המלצותיו. .... הבמה שלך.

דובר/ת

תודה, נקודת המוצא שלנו היא שאין רע הכרחי בפירמידות. ניתן לבחור נקודת מוצא אחרת אך זה שינוי גישה ממה שהיה בבסיס עבודת הוועדה. **(עוברים על המצגת)**



# מדינת ישראל

## משרד האוצר

### לשכת המנהל הכללי

לא בטוח שצריך להגדיר לפי שכבות אלא עדיף פער אבל בגלל שחברי הוועדה מעדיפים שכבות הלכנו בדרך זו. חושבים שהעברת סמכויות למיעוט הייתה טעות, נתנו אחריות במקום שהיא לא קיימת ולכן אנחנו ממליצים שהחלטות אלו יועברו לוועדת הביקורת. בנושא דופליקציה אנחנו מאמינים שצריך להוציא את החברות מהמדדים אבל מוכנים לוותר על המלצה זו לעת עתה, זה לא מה שיפתור את בעיית הריכוזיות. על מנת לטפל בניגודי העניינים בשכבות הנמוכות אנו מציעים להוסיף רוב דירקטורים בלתי תלויים לשכבות 3 ומעלה. בנושא כלל הכיוון מתכוונים להגיש לוועדה נייר מסודר שמפרט מדוע ההמלצה אינה טובה גם מצד ממשל תאגידי וגם מהצד החשבונאי.

#### דובר/ת

רוצה להציע שיטת חשיבה קצת שונה ממה שהייתה לנו בוועדה עד כה. רוצה להסביר איך אני רואה את עבודת הוועדה והמלצותיי להמשך. **(עוברים על המצגת)**

אני מתקשה להאמין שפירמידות היו ממשיכות להתקיים אחרי המלצות הביניים, צריך לומר זאת בצורה ברורה לפחות בתוך החדר. לכן המלצותינו הן למעשה ניסיון לפרק את הפירמידות במשק. ... בתגובה לשימועים ממליצים לסגת מההמלצות הקשות, זה משאיר אותנו עם כלי ממשל תאגידי בלבד שלא יובילו לדעתי לשינוי משמעותי במצב הקיים. להבנתי ההמלצה של ... מובילה לכך שלא יהיו פירמידות במשק אך לא אומרת את זה ישירות, לא בטוח שההמלצה המרוככת תוביל לכך.

חלק מהמלצות הממשל התאגידי הן טובות והיינו בכל מקרה מיישמים אותן על כל החברות במשק בתוך מספר שנים אם הוועדה הזאת לא הייתה מתכנסת. לדעתי אחרי שנה של עבודה להגיע לתוצאה שבסה"כ מקדימה במספר שנים את האבולוציה של הממשל התאגידי זה פספוס. אם בוחנים את האחזקות בחברות הגדולות במשק רואים שברוב החברות הגדולות בעל השליטה מחזיק יותר מ-30% מהאינטרס ההוני או מאוד קרוב לרף זה. מצד אחד זה אומר שמרבית החברות חומקות מההמלצות המרוככות של ... ומצד שני אם נעלה את הרף ל-35% או 40% אז כמעט לא צמצמנו את ההגדרה וקשה להסביר מה ההיגיון במהלך הזה. אם לחילופין נמליץ להעביר את הכוח לדח"צים זה אומר שבסופו של דבר המוסדיים מנהלים ברמה כזו או אחרת את החברות ולא בטוח שאנחנו רוצים את זה אחרי מה ששמענו.

לא שמנו על השולחן מה אנחנו רוצים לראות במשק עוד כמה שנים, מה אנחנו לא רוצים לראות ועם מה אנחנו יכולים לחיות. האם אנחנו רוצים הסדרה של המצב הקיים או לפתור את המצב הקיים? בנוסף, יש כאן חוסר התאמה עם ההמלצות בריאלי פיננסי. שם הלכנו על טיפול מבני למרות שיש פתרונות הסדרתיים אפשריים. אני לא מצליח להסביר לעצמי אנליטית למה בפרק אחד אנחנו אומרים שהסדרה לא נותנת מענה לבעיות הפוטנציאליות ונדרש פתרון מבני ובפרק השני אנחנו נותנים פתרון הפוך לחלוטין.

כל מה שנעשה הוא לא טוב מוחלט ולא רע מוחלט, גם אי אפשר לדעת מראש מה בדיוק יקרה בשוק. אם נגיע למסקנה שאין בעיה אז אפשר לרדת מהעץ ולתת רק כמה כללים בסיסיים. אם יש בעיה אז צריך ללכת על המלצות חזקות ולא להסתפק רק בממשל תאגידי. יש תפוקה שולית פוחתת של רגולציה, אחרי תיקון 16 לא בטוח שיש מקום לעוד המלצות בתחום זה, גם היום טוענים כנגדנו שהממשל התאגידי בישראל יוצא דופן ביחס לעולם.

ברגע שאנחנו משליכים את כל יהבנו על הפער חברות רבות יברחו לאג"ח ועשוי להיות לנו בעיות הרבה יותר גדולות של בעיית נציג. אם הם יקפלו את הפירמידות ולא יהיה פער אבל הגודל יישאר לא עשינו כלום. לכן טיפול



# מדינת ישראל

## משרד האוצר

### לשכת המנהל הכללי

בנושא המינוף הוא קריטי וחשוב לטעמי להגביל את מספר השכבות הציבוריות שאנחנו מאפשרים. אלו הצעדים היחידים שיתנו מענה טוב לחששות שלנו.

#### דובר/ת

מסכים עם הגישה הכללית של ... שצריך פתרון חד אבל אני הייתי מייחד אותו לפער ולא למספר השכבות. לא מצאתי תיאוריה לרוע שנובע מגודל לשמו, בהקשר של פירמידות. אפשר אולי למנוע גידול לא פרופורציוני ע"י הגבלות על המינוף אבל לא רואה סיבה להגביל את הגודל עצמו.

#### דובר/ת

אני תומך בהמלצה של .... (עוברים על המצגת)

המבנים האלו הם בעייתיים, לא מייצרים סינרגיה ואי אפשר לנהל אותם. כל ניסיון לנצל יתרונות לגודל במבנה כזה אינו אפשרי בגלל שהוא מוגדר כעסקת בעלי עניין.

לדעתי חשוב לשרד כיוון ברור למשק, אפשר לתת פרקי זמן ארוכים להתארגנות ואם הממשיכים שלנו יראו שטעינו ופספסנו משהו בניתוח יהיה אפשר לעצור את התהליך בזמן.

#### דובר/ת

פירמידה זה כלי, הוא לא טוב ולא רע אלא תלוי באופן השימוש בו. אני חושב שכולנו מסכימים ששכבה 4 היא לא טובה וכולנו מסכימים ששכבה 2 לא נאסור, לכן הדיון הוא למעשה על שכבה 3. לא הייתי ממהר להרוג את השכבה הזאת, מציע לאפשר לה להמשיך להתקיים תחת מגבלות כפי שהצענו.

מדאיג אותי בהצעה של ... שע"י החלפת מניות אנשים יישארו 8 שנים עם אותן החזקות כי הם יקפלו שכבה אחת וכמעט שום דבר לא ישתנה במשק. מציע שנכניס כמה המלצות שישפיעו מיידית. חייבים לדאוג שכל העסקאות האלו לא יוגדרו כאירועי מס או שאנחנו נדחה את תשלום המס.

אין לי ספק שצריך לטפל במינוף. לא יודע כיצד לטפל במצב בו וורן באפט מגיע וקונה שליש מדינה אבל את זה נשאיר לוועדה הבאה. לא מוכן למצב שמישהו יקנה שליש מדינה עם מיליארד דולר.

#### דובר/ת

בשימועים יש שני דברים ששמענו- שהבעיות והכשלים כפי שהגדרנו לא מתקיימים ושהפתרונות שהצענו לא מטפלים בבעיות ובכשלים שדיברנו עליהם. התחושה שלי התגברה בעקבות השימועים. אני הרגשתי שההמלצות יובילו לפירוק מבלי שאנחנו נאמר ונחייב את זה. אבל טעינו- הסבירו לנו שאי אפשר לנהל ככה את החברות וההוראות ירחיקו משקיעים זרים שיפחדו מהרגולציה המורכבת והמסובכת שיצרנו. מהצד השני המוסדיים אומרים שהם לא רוצים את זה מכיוון שאין להם את הכלים, הכישורים והמוטיבציה הדרושים לנהל ולקבל החלטות מהותיות והם נגועים בניגודי עניינים רציניים.



# מדינת ישראל

## משרד האוצר

### לשכת המנהל הכללי

כאשר אני מסתכל מצד אחד על הבעיות והכשלים שאני עדיין מאמין בהן ומצד שני על הטיעונים שהועלו ואני מקבל אותם אז יש לוועדה שתי אפשרויות לפעולה - או שעושים את כלל הכיוון, שיוביל לפירוק הפירמידות דה פאקטו, או שהולכים לעולם אחר פשוט וברור של שתי שכבות.

חשוב ללכת על פשטות, עד 4 שנים שכולם יגיעו ל-2 שכבות. יכול להיות שהיה עדיף להגדיר לפי פער אבל זה לא מתאים מבחינת רגולציה יעילה, יפגע בעקרון הפשטות, יטיל עלויות מיותרות ונטל בירוקרטי, יגדיל את אי הוודאות ולכן עדיף פתרון מבני ולא כללי רגולציה. גם על המלצות ועדות בכר וברודט אמרו שלא יהיה אפשר למכור ומכרו בהיקפים גדולים יותר מהר מאוד ובמחירים מצוינים כאשר היו גם הצעות מגורמים זרים. לדעתי דווקא החברות שהתלוננו בשימועים יקבלו את המהלך הזה בברכה כי הוא פשוט וברור. ניתן בנוסף לאופציית המכירה להשתמש בחלופות נוספות של עסקאות "דיבידנד בעין" מיזוג והחלפת מניות.

שתי נקודות מהותיות לטעמי: חייב להיות פה טיפול והכרה נקודתית מצד המיסוי במצב של "דיבידנד בעין" מיזוג והחלפת מניות וצריך לאסור על עסקאות בעלי עניין אלא באישור של בית הדין הכלכלי.

בעולם הריאלי פיננסי - אי אפשר להתעלם מנתח שוק שמחזיקה החברה. צריך להיות אחוז מהפדיון של אותו השוק. צריכה להיות אבחנה בין מנהלי קופות גמל לרבות קרנות הפנסיה שללא הון עצמי ביחס לגופים הפיננסיים האחרים.

חשוב לטפל בנושא המינוף. התאמת המגבלות על לווה בודד וקבוצות עסקיות למגבלות המוטלות על הבנקים כדי להקטין חשיפות מופרזות ולמנוע הקצאת מקורות לא יעילה של אשראי. זה יביא להפניית אשראי רב יותר לחברות קטנות ובינוניות ויתרום גם להקטנת המינוף.

#### דובר/ת

לדעתי הבעיה בפירמידה היא בפערי התמריצים. ההצעה של ... טובה כי היא מטפלת בפערים אלו בדיוק. אמנם בצורה עקיפה, אבל מטפלת בצורה טובה. צריך מעט יותר זמן להתארגנות ממה ש... הציג, כי אנחנו עדיין במשבר ולא הייתי רוצה שחברות ימכרו במחירים האלו מפני שאז בוודאות או שבעל השליטה יפגע או שבעלי מניות המיעוט יפגעו. ההצעה מספיק דרסטית וכ"כ אפקטיבית לטעמי כך שהיא מחליפה רשימה של צעדים שהמלצנו עליהם בטיוטה. ההמלצה לאפשר תחת תנאים מסוימים קיום של שכבה נוספת היא טובה גם מפני שהיא מטפלת בחלק מהחששות שלנו במהלך מסוג זה.

#### דובר/ת

לי מאוד מפריע שבתקופת המעבר החששות שלו יתגברו עשרות מונים בגלל האינטרס של בעלי השליטה לנצל את התקופה הזו לטובתם, צריך לראות מה עושים בתקופת המעבר. אם נצטרך להמליץ על פתרונות מסובכים לתקופה זו חלק גדול מהתועלת במהלך תיפגע ואז לא בטוח שכדאי לעשות אותו.

יש משהו מאוד אטרקטיבי בהצעה פשוטה יחסית. דיברנו על בעיות פוטנציאליות וזיהינו אותם בפירמידות ואני לא יכולה להגיד שפירמידה היא טובה אך גם לא להגיד שהיא רעה בצורה נחרצת. קשה לי עם החלטות כל כך חותכות כפי שהצעתם. כשמסתכלים על שורה של בעיות זה מאוד הגיוני להתאים להם פתרונות ישירים בצורה של TYLOR MADE אבל זה כנראה פתרון בעייתי כי הוא מוסיף סיבוכיות מיותרת.



# מדינת ישראל

## משרד האוצר

### לשכת המנהל הכללי

אני חושבת שצריך לטפל במינוף אבל לא בטוחה מאיזה צד. כנראה שצריך להסתכל מהצד המוסדי אבל גם מהצד המבקש שמגביל את כמות ההון שקבוצה יכולה לקבל. אם המגבלה תהיה מספיק חזקה זה יכול להוביל גם לצמצום החברות ובוודאי יטפל בחששות שלנו שהפער ייסגר על ידי הגדלת המינוף.

#### דובר/ת

אני מפחד ממגבלות מצד הלווה, כי זה יכול לפגוע בהשקעות יעילות של חברות שפועלות במינוף מאוד גבוה וסיכון תפעולי נמוך. בעייתי לומר מהו יחס המינוף הנכון של החברות בהתחשב בשורה ארוכה של ענפים, סוגי ואיכות הביטחונות והשקעות במשק. הטיפול במבנה הפירמידיאלי, המלצות ועדת חודק, ההפרדה בין ריאלי ופיננסי וההתאמות מצד המלווה של מגבלות לווה בודד וקבוצה עסקית למגבלות על הבנקים יפעלו בכל מקרה להקטנת המינוף.

#### דובר/ת

הפשטות אכן קוסמת ומתחברת ללוגיקה של one share one vote. לדעתי צריך לעבוד על הפער בהינתן שניתן לעשות זאת ולפקח על כך. תומך בהחלת כללי ממשל תאגידי על קבוצות עסקיות כמו ש... הגדיר. מגבלת המינוף מצד המלווה היא לא אפקטיבית בגלל הגודל של המערכת הפיננסית. לצורך העניין שני גופים פיננסיים יכולים ביחד לממן 99% מפירמה ספציפית. אם שמים מגבלה זה צריך לבוא מכיוון הפירמה. אפשר להוריד את הרף בצד המלווים אבל זה ייצור לחץ עצום על המערכת הפיננסית ועל המשק. הבנקים כבר נמצאים במגבלות בחלק מהמקומות. אני בניגוד ל... לא רואה בעיה בחברות אחזקה אופקיות.

#### דובר/ת

ההצעה לקצץ בשכבות היא יותר מסובכת מאשר ההצעה שלנו ויש פה עמדה ערכית שלא הגענו אליה עדיין. אם אנחנו מאמינים שהמבנים האלו הם רעים אז אני מסכים שצריך לקצץ. אבל זה לא המצב, אין לנו הכרעה אם זה טוב או רע. ההצעה תוביל להשלכות חשבונאיות, השלכות מיסוי מאוד קשות ויש תקופת מעבר לא פשוטה. לגבי המוסדיים, אני מכיר את החששות של חברי הוועדה אבל חשוב לי להדגיש שיש עדויות אמפיריות שהם שומרי הסף הטובים ביותר בשוק. אמנם יש בעיות של ניגודי העניינים שלהם אבל ניתן וצריך לטפל בהם. החיים הם מורכבים, כל יום אנחנו מתעסקים בבעיות קשות מאלו. זה עוד סט של כללים שאנחנו יודעים לטפל בו.

#### דובר/ת

צריך לחשוב על חיתוך על פי פער ולא שכבה, נבדוק אם זה אפשרי. לגבי השלכות חשבונאיות ומיסויות אנחנו פנינו לרשות המיסים וביקשנו מהם שיבחנו את הנושא וימליצו לנו על צעדים אפשריים.



# מדינת ישראל

## משרד האוצר

### לשכת המנהל הכללי

חייבים לעצמנו דיון מעמיק במינוף. צריך לעשות סימולציה שמנסה לראות מה המספר ומה ההשלכות של שינוי המספרים. חשוב לצורך כך לשבת עם אנליסטים ולשמוע את דעתם לגבי ההשלכות של המלצות הוועדה. בנוסף, חשוב להתייחס להערה של ... לגבי תקופת המעבר.

#### דובר/ת

אני רוצה ביום שני להעלות את ההצעות להצבעה. מציע ש... יחדד את ההמלצות שלו. אני אנסה להציג אלטרנטיבה שמתמודדת גם אם ההערות ששמעתי פה. לסיים, מבקש לשמוע עדכון מצוות ריאלי פיננסי.

#### דובר/ת

שקלנו את נושא הגדרת רף שונה למונופולין או לחברה עם נתח משמעותי בענף מסוים, לאחר התייעצות עם ... החלטנו שזה לא העיקר. קיים חשש מהקשירה בין הכרזת מונופול או קבוצת ריכוז לבין האיסור על בעלות על גוף פיננסי. אנחנו מסכימים שמכירות זה קריטריון טוב ולא ערך מוסף. זה לא קריטריון מושלם אבל הוא טוב. ההגדרה היום בחוק הבנקאות מהו תאגיד החזקה ריאלי מדבר על הון וגם שם פז מוגדר כתאגיד משמעותי. ההצעה החדשה שאנחנו בוחנים היא שצרכן אשראי גדול לא יוכל להחזיק בספק אשראי, אנחנו נסתכל על כמות האשראי הבנקאי והאג"חים שבעל השליטה והחברות שלו לוקחים.

#### דובר/ת

השאלה של הדרת מתחרים יותר קשורה לנתח שוק מאשר למכירות.

#### דובר/ת

אנחנו מסכימים עם הקביעה הזאת ברמה העקרונית ולכן בחנו את הנושא ביחד עם .... יש לנו בעיה להגדיר מהו ענף ולכן ירדנו מאפשרות זאת. בצד הפיננסי נשארים עם נכסים מנוהלים אך לדעתי אפשר להוריד את הרף. בינתיים אין הסכמה על כך בצוות.

#### דובר/ת

במהלך השימועים שמענו כיוון אחר לחלוטין. אם אנחנו רואים במוסדיים את התקווה הגדולה שלנו למה אנחנו לא הולכים ואומרים שאדם שמנהל כספי אחרים מופרד לחלוטין מכל דבר אחר.

#### דובר/ת

זה יכול לייצר בעיה אופרטיבית לאגף שוק ההון.



**מדינת ישראל**  
**משרד האוצר**  
**לשכת המנהל הכללי**

דובר/ת

מודה לדודו על העדכון ומבקש לראות סימולציה סגורה בנושא זה בפגישתנו ביום שני. אנחנו סוגרים את הישיבה, מבקש להודות לכל המשתתפים.

רשמים:

**ליאור תבורי, עוזר ליו"ר הוועדה**